



Responsible Editor: Rafael Barreiros Porto
Associate Editor: Ricardo Limongi França Coelho
Evaluation Process: Double Blind Review pelo SEER/OJS

Much Sweat, Much Pay - Less Sweat, Less Pay? Evidências de “Coleguismo” na Determinação da Remuneração dos Executivos Brasileiros

RESUMO

Objetivo: Este estudo verifica a relação existente entre a remuneração do conselho administrativo e a remuneração dos executivos, bem como analisa a relação destas remunerações com o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras de capital aberto.

Método: O trabalho promove as análises por meio da estimação de dois modelos de regressão com dados em painel, o pooled independent cross-sections e o de efeitos fixos.

Originalidade/Relevância: Estudos científicos sobre remuneração no Brasil têm focado na relação da remuneração com o desempenho econômico-financeiro das empresas e/ou com as características da governança corporativa. Entretanto, ainda há espaço para investigar possíveis mecanismos de reciprocidade entre aumento salarial dos diretores estatutários e o aumento da remuneração dos membros dos conselhos de administração.

Resultados: Os resultados indicam que a remuneração do conselho administrativo está positivamente relacionada à remuneração dos executivos; que essas remunerações não apresentam relação significativa com o desempenho econômico-financeiro das empresas; e que o risco dos fluxos de caixa está negativamente relacionado à remuneração dos executivos.

Contribuições teóricas/metodológicas: O estudo fornece evidências de sincronismo entre a remuneração dos executivos e a remuneração dos conselheiros, fato que pode explicar por que a remuneração desses agentes não está relacionada ao desempenho econômico-financeiro das empresas. Além disso, evidencia que os pacotes remuneratórios dos executivos contribuem para reduzir o risco dos fluxos de caixa ao qual as empresas estão expostas.

Palavras-chave: Desempenho da Empresa, Remuneração Executiva, Conselho de Administrativo.

Cleber Roberto de Sena Veloso

Universidade Federal de Goiás (UFG), Goiás,
Brasil
E-mail: cleberrsen@gmail.com

Thaís Renata dos Santos

Universidade Federal de Goiás (UFG), Goiás,
Brasil
E-mail: thaisarenatax10@gmail.com

Daiana Paula Pimenta

Universidade Federal de Goiás (UFG), Goiás,
Brasil
E-mail: daiana-pimenta@hotmail.com

Moisés Ferreira da Cunha

Universidade Federal de Goiás (UFG), Goiás,
Brasil
E-mail: moises_cunha@ufg.br

Aletheia Ferreira da Cruz

Universidade Federal de Goiás (UFG), Goiás,
Brasil
E-mail: aletheiacruz@yahoo.com.br

Recebido: Fevereiro 01, 2019

Revisado: Março 13, 2019

Aceito: Maio 22, 2019

Publicado: Agosto 31, 2019



Como citar (APA)

Veloso, C. R. de S., Santos, T. R. dos, Pimenta, D. P., Cunha, M. F. da, & Cruz, A. F. da. (2019). Much Sweat, Much Pay - Less Sweat, Less Pay? Evidências de “Coleguismo” na Determinação da Remuneração dos Executivos Brasileiros. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 22 (2), 171-187. http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2019v22n2a2

1 INTRODUÇÃO

As pesquisas científicas sobre remuneração de gestores estão em expansão (Araújo, 2017; Beuren, Silva, & Mazzioni; Edmans, Gabaix, & Jenter, 2017; Fama, 1980; Frydman & Jenter, 2010; Jensen, 1993; Rissatti, Souza & Borba, 2019). As empresas têm modificado seus pacotes de remuneração buscando aumentar o alinhamento de interesses (Edmans, Gabaix, & Jenter, 2017; Frydman & Jenter, 2010), mas os esforços parecem insuficientes, pois continuam recorrentes os casos de escândalos no mercado financeiro.

Os exemplos da Enron (2001), da falência fraudulenta da Parmalat (2004), do esquema de corrupção da Petrobrás (2015) e do envolvimento do diretor da JBS em um dos maiores escândalos políticos do país (2017), dentre outros, apresentam indícios de que os executivos dessas empresas buscavam maximizar suas utilidades pessoais. Pois, os problemas financeiros enfrentados pelas empresas não reduziram o volume de bonificações pagas aos executivos nos momentos pré-crisis. Essa situação está nitidamente relacionada ao problema central da Teoria da Agência, ou seja, à possibilidade de o agente comportar-se oportunisticamente ou omitir informações, visando ampliar sua satisfação pessoal (Jensen & Meckling, 1976).

Dentro dos conflitos de agência um dos problemas centrais é o fato de o principal não obter da mesma forma que o agente as informações necessárias para sua administração, ocasionando assimetria informacional (Hölmstrom, 1979). Nesse cenário, o papel do conselho de administração é orientar e monitorar a gestão, para proteger os interesses dos acionistas, incluindo a elaboração de um sistema de remuneração eficiente e usar critérios adequados para contratação e demissão (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983).

A composição da remuneração dos executivos brasileiros, centrada em benefícios de curto prazo, facilita a maximização dos interesses próprios em detrimento dos interesses do principal no longo prazo (Souza, Duque & Silva Junior, 2016). Isso, associado ao fato de que a remuneração dos executivos e dos conselheiros brasileiros tem crescido nos últimos anos, mesmo em período de desaceleração econômica (Rissatti, Souza, & Borba, 2019), levanta dúvidas quanto à eficácia dos conselhos de administração, no cumprimento de suas funções (Brick, Palmom, & Wald, 2006).

A literatura relata que em ambiente de governança corporativa fraca podem surgir mecanismos de reciprocidade, no qual os conselheiros sentem-se mais confortáveis para aumentar o próprio salário quando concedem aumento aos executivos (Boieve, Bednar, & Barker, 2015). Podem, também, evitar críticas construtivas e tenderem a ser mais flexíveis ao relacionar o desempenho do gestor à sua remuneração (Jensen, 1993).

A partir dos indícios apresentados, busca-se responder às seguintes questões de pesquisa: Qual é a relação entre a remuneração do conselho administrativo e a remuneração dos executivos? De que forma a remuneração do conselho administrativo e dos executivos se relaciona com o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras?

O objetivo desta pesquisa consiste em verificar se há relação entre a remuneração do conselho administrativo e a remuneração dos executivos. Assim como em analisar a relação dessas remunerações com o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 S.A. (Brasil, Bolsa, Balcão) no período entre 2010 e 2014.

Este estudo está estruturado em cinco sessões, incluindo esta introdução. Em seguida apresenta-se a fundamentação teórica, com destaque à remuneração do conselho de administração e dos executivos, assim como o desempenho econômico e financeiro. Na sequência, abordam-se o método e os procedimentos de pesquisa e posteriormente são apresentados os resultados da pesquisa. Por último, são apresentadas as considerações finais do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Relação entre a Remuneração do Conselheiros, Executivos e o Desempenho da Empresa

A maior parte dos estudos sobre remuneração é norteada pela Teoria da Agência (Davis, Bode, & Ketchen, 2013; Murphy, 1999), segundo a qual existe uma relação de agência quando duas partes celebram um contrato no qual o contratante (principal) contrata uma pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que resulte na delegação de algum poder de decisão ao agente (Jensen & Meckling, 1976). Essa relação surge pela assimetria informacional entre o agente e o principal, em razão da impossibilidade de se observar todas as ações individuais e, conseqüentemente, regulá-las por contratos (Hölmstrom, 1979).

Entre as diversas abordagens sob as quais o tema remuneração de executivos têm sido abordado na literatura, a interação com os mecanismos de governança corporativa (Armstrong, Core, & Guay, 2014; Essen, Otten, & Carberry, 2015) e com o desempenho econômico-financeiro da empresas (Armstrong, Ittner, & Larcker, 2012; Cunha, Vogot, & Degenhart, 2016) estão entre os mais importantes. Desse modo, a governança exercida pelo conselho de administração tem importância central no alinhamento de interesses, pois na maioria das empresas de capital aberto é ele que elabora os pacotes de remuneração (Buck, Liu, & Skovoroda, 2008; Chhaochharia & Grinstein, 2009).

A remuneração é uma contrapartida monetária fornecida aos funcionários em função de seu desempenho e torna-se uma importante forma de incentivo (Baker, Jensen, & Murphy, 1988). As empresas têm alterado substancialmente a forma de remunerar os executivos em busca de maior alinhamento de interesses, ampliando a remuneração variável, com destaque para a remuneração baseada em ações, e reduzindo a remuneração fixa (Edmans, Gabaix, & Jenter, 2017).

Por outro lado, o conselho administrativo recebe pouca remuneração baseada em ações ou outro incentivo relacionado ao sucesso da empresa (Yermack, 2004). Os pacotes de remuneração são elaborados em função da qualificação que os conselheiros possuem (Fedaseyeu, Linck, & Wagner, 2018) das funções desempenhadas no conselho, tais como presidir comitês, presidir o conselho e por comparecer às reuniões (Farrell, Friesen, & Hersch, 2008). No Brasil, a remuneração dos conselheiros de administração é composta por aproximadamente 75% de remuneração fixa e 25% de variável (Rissatti, Souza, & Borba, 2019). No caso da diretoria estatutária mais de 60% é variável (Beuren, Silva, & Mazzioni, 2014; Rissatti, Souza, & Borba, 2019).

Isso, porém, não significa que as empresas têm conseguido alinhar interesses no Brasil. Sousa, Duque e Silva Junior (2016) revelam que a maioria das empresas listadas na B3 foca em incentivos de curto prazo e poucas delas oferecem planos pós-emprego. Isso implica na maximização de interesses próprios por parte dos agentes, em detrimento dos interesses do principal.

A despeito dessas diferenças, nota-se um crescimento constante no volume da remuneração, mesmo em períodos de recessão econômica, tanto dos executivos (Edmans, Gabaix, & Jenter, 2017; Frydman & Jenter, 2010; Rissatti, Souza & Borba, 2019), quanto dos conselheiros (Boivie, Bednar, & Barker, 2015; Rissatti, Souza, & Borba, 2019), levando ao questionamento da eficácia dos conselhos (Brick *et al.*, 2006). Essas questões são explicadas por fatores como o aumento da demanda de mercado por conselheiros qualificados (Boieve *et al.*, 2015; Linck, Netter, & Yang, 2009), em função do aumento da complexidade das operações

das empresas, que requer mais habilidades e maior esforço de ambas as partes (Brick *et al.*, 2006).

Outra explicação é dada pelos mecanismos de reciprocidade entre os aumentos concedidos aos executivos e aqueles direcionados aos conselheiros, pois esses últimos podem se sentir mais confortáveis para elevar os próprios salários quando concedem aumentos aos executivos (Boieve *et al.*, 2015; Linck, Netter, & Yang, 2009), refletindo um relacionamento positivo e significativo entre a remuneração conselho de administração e a remuneração da diretoria estatutária (Barnea & Guedj, 2006; Brick *et al.*, 2006; Deutsch & Laamanen, 2011; Lin, & Lin, 2014). Isso reflete favorecimento, cujos gerentes e diretores colocam seus próprios interesses à frente dos interesses dos acionistas (Brick *et al.*, 2006). A partir dessa discussão, surge a primeira hipótese desta pesquisa:

H1: Existe uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos conselheiros e a remuneração dos executivos.

Se após controlar os efeitos da firma, de governança e dos gestores já identificados pela literatura como potenciais explicações para a remuneração desses agentes, a relação esperada na hipótese 1 ainda se confirmar, convém analisar a relação do desempenho das empresas com a remuneração dos gestores e dos conselheiros. Vincular a remuneração dos executivos ao desempenho da empresa contribui para que eles se sintam motivados a melhorar o desempenho econômico-financeiro delas e para aumentar o alinhamento de interesses (Crocì, Gonen, & Ozkan, 2012).

Neste sentido é interessante utilizar tanto indicadores de desempenho operacional, tal como o retorno sobre os ativos (ROA), como indicadores de desempenho de mercado, a exemplo do retorno da ação (RA) (Banker *et al.*, 2012). Alguns estudos brasileiros testaram o efeito desses indicadores sobre a remuneração. Beuren, Silva e Mazzioni (2014) evidenciam relação positiva com o retorno da ação e relação nula com o retorno sobre os ativos. Gonzaga, Yoshinaga e Junior (2014) apontam relacionamento negativo da remuneração com o retorno sobre os ativos e positivo com o retorno da ação.

Indícios como estes podem evidenciar a necessidade de melhorar o sistema de governança corporativa, pois, em geral, sistemas de governança fortalecidos aumentam a sensibilidade da remuneração ao desempenho econômico-financeiro das empresas. Em outro extremo, no entanto, em sistemas enfraquecidos essa sensibilidade pode ser nula ou negativa, potencializando a maximização dos interesses próprios dos agentes (Core, Holthausen, & Larcker, 1999; Matolcsy & Wright, 2011; Ozkan, 2011). A partir dessa discussão, levanta-se a segunda hipótese de pesquisa:

H2: O efeito do desempenho da empresa sobre a remuneração dos executivos e dos conselheiros é nulo ou negativo.

Essa relação negativa ou nula reflete o desempenho subótimo de uma gestão que coloca seus interesses acima dos interesses dos acionistas (Brick *et al.*, 2006). Ao se tratar de desempenho econômico-financeiro, intrinsecamente aborda-se o risco do negócio. O risco relaciona-se aos resultados de decisões gerenciais ligadas às dimensões do investimento, da variância das probabilidades de resultados e da probabilidade de perda do investimento (Sanders & Hambrick, 2007).

A remuneração dos executivos pode ser afetada tanto positiva quanto negativamente pelo risco dos fluxos de caixa. A remuneração dos executivos é afetada positivamente quando esses são incentivados a assumir riscos, por meio da remuneração baseada em ações, para que compartilhem com os acionistas tanto ganhos, quanto perdas (Myers, 1977; Smith & Stulz, 1985; Smith & Watts, 1992). Essa remuneração é afetada negativamente quando o proprietário

considerar dispendioso, ou indesejável, abrir mão de parte do patrimônio (ações) para remunerar o executivo (Conyon & He, 2011; Conyon & He, 2016; Gormley, Matsa, & Milbourn, 2013). Como no Brasil a remuneração baseada em ações representa apenas 10% do total, pressupõe-se que os executivos brasileiros sejam remunerados para mitigar a exposição dos investimentos ao risco, consideração que leva à terceira hipótese de pesquisa:

H3: O efeito do risco da empresa sobre a remuneração dos executivos é negativo.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra e Coleta de Dados

Foram utilizados dados de empresas brasileiras extraídos da base de dados Economatica® e dados dos formulários de referência, itens 12.6/8 e 13.2, disponibilizados pelas empresas ao mercado por determinação da Instrução Normativa 480/2009 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A população da pesquisa é composta pelas empresas brasileiras de capital aberto, cujas informações estão contidas na B3 S.A. A amostra é representada por empresas não financeiras que divulgaram as informações de remuneração dos executivos da diretoria estatutária no período de 2010 a 2014. Após eliminar as empresas que não continham todas as informações em todos os anos analisados, chegou-se à amostra de 66 empresas e 221 observações.

Destaque-se que no período analisado o Brasil passava por um período de expansão econômica. O PIB (Produto Interno Bruto) avançou 7,5% em 2010, vindo a desacelerar em 2011/2014 para 2,4% a.a., em média; e que em 2015-2016 a economia entrou em recessão, com crescimento negativo médio de -3,7% a.a., puxado para baixo pelos setores de serviços e industrial (Paula & Pires, 2017). Portanto, o período analisado no estudo não abrange a fase de recessão econômica, ocorrida pós-2014. Incorporar essa fase demandaria a inclusão de variáveis no estudo que dificultariam a análise. Por isso, concentra-se em um intervalo cujos dados puderam ser analisados conjuntamente.

Além disso, o trabalho estabelece três hipóteses de pesquisa, as duas primeiras (H1 e H2) foram construídas a partir de evidências de estudos anteriores e a terceira (H3) emergiu dos resultados da pesquisa, que trouxeram aspectos relevantes sobre o risco dos fluxos de caixa sobre a remuneração dos agentes.

3.2 Variáveis da Pesquisa

Apresentam-se as variáveis da pesquisa, juntamente com as respectivas definições operacionais e o sinal esperado nas análises de regressão. Todas as variáveis foram winsorizadas a 5% para eliminar os efeitos de *outliers*.

A remuneração total despendida aos membros da diretoria estatutária e ao conselho de administração da empresa são *proxies* indicadas para analisar os efeitos sobre a remuneração de uma organização empresarial (Fernandes et al., 2012; Mehran, 1995, Ozdemir & Upneja, 2012). Portanto, as variáveis dependentes desta pesquisa são a remuneração total dos executivos e a remuneração total dos conselheiros (Tabela 1).

As evidências empíricas de estudos anteriores sugerem que a tendência é de que a remuneração dos conselheiros seja positivamente relacionada à remuneração dos executivos (Barnea & Guedj, 2006; Brick et al., 2006; Deutsch & Laamanen, 2011; Lin, & Lin, 2014).

Variáveis Independentes: quando a variável dependente for a remuneração do executivo, as independentes serão a remuneração total dos conselheiros, o retorno sobre os ativos (ROA), o retorno acionário (RA) e o Risco do fluxo de caixa (RFC). Quando variável dependente for

a remuneração do conselho, as independentes serão o retorno sobre os ativos (ROA) o retorno acionário (RA) e o Risco do fluxo de caixa (RFC) (Brick *et al.*, 2006).

Variáveis de controle: As variáveis de controle desta pesquisa são representativas das características da organização, de governança e dos executivos. Essas variáveis têm como objetivo controlar os efeitos de outras possíveis explicações para o fenômeno em estudo, diminuindo consideravelmente potenciais problemas com endogenia (Tabela 2). Dentre essas variáveis está a complexidade da firma, que exerce papel importante na determinação da remuneração de conselheiros. A *proxy* adotada para controlar os efeitos da complexidade da firma é o tamanho da empresa. As remunerações dos executivos e dos conselheiros também podem estar associadas a outras características da estrutura de governança, como a atuação do executivo como presidente do conselho e para controlar tal efeito adota-se como *proxy* a variável de dualidade do CEO (*Chief Executive Officer*). Além disso, a literatura indica que quanto maior a empresa, mais elevada é a complexidade das operações, e que isso, portanto, demanda maior quantidade de executivos para administrá-la e maior remuneração total. Esta mesma explicação aplica-se à relação entre a remuneração do conselho de administração e o número de conselheiros, ou seja, quanto maior a empresa, maior o tamanho dos conselhos de administração e maior o volume de remuneração destes conselheiros (Brick *et al.*, 2006; Frydman & Jenter, 2010).

Tabela 1

Variáveis Dependentes

Variável	Nome	Definição operacional	Sinal Esperado
Variáveis de Remuneração			
RTE	Rem. Executivo	Total Logaritmo natural da soma de salário, bônus, o valor total de ações restritas, o valor total das opções de ações concedidas usando o modelo de Black-Scholes, pagamento de incentivos de longo prazo, e todos os outros pagamentos extraídos dos formulários de referência item 13.2 (CVM).	n/h
RTC	Rem. Conselho	Total Logaritmo natural da remuneração baseada em dinheiro mais o valor das ações e opções concedidas a conselheiros externos extraídos dos formulários de referência item 13.2 (CVM).	(+)

Fonte: Adaptado de Brick *et al.* (2006)

Para controlar possível endogeneidade, as características das firmas incluídas nas regressões foram defasadas em um ano.

3.3 Modelagem Empírica

Para atingir os objetivos desta pesquisa dois modelos de análise de dados em painel foram utilizados, o *pooled independent cross-sections* e o de efeitos fixos (OLS). O primeiro modelo é aplicado com a finalidade de explicar as variações ocorridas entre empresas e as ocorridas através do tempo, o segundo é usado com objetivo de explicar as variações no espaço de tempo controlado por alguns efeitos específicos da firma (por exemplo, habilidade específica do CEO) (Brick *et al.*, 2006).

Segundo Fávero *et al.* (2009) a técnica de dados em painel tem por finalidade estudar a influência de variáveis independentes em determinadas variáveis dependentes para um conjunto de observações em um recorte temporal. Eles afirmam que o modelo *pooled* preestabelece que o coeficiente angular β da variável independente é semelhante em todas as observações ao longo do tempo. O modelo de efeitos fixos, por sua vez, considera tais oscilações nas cross-sections

durante o período. Para a escolha do modelo mais adequado, Fávero *et al.* (2009) recomenda a utilização do teste F de Chow (1960) para decidir entre o modelo *pooled* ou o de efeitos fixos; e o teste de Hausman para verificar o mais adequado entre modelo de efeitos aleatórios e o de efeitos fixos. Os resultados significativos do teste ($p\text{-value} < 0.00$) permitiram rejeitar a hipótese nula e aceitar que o modelo de efeitos fixos é mais apropriado.

Outros testes preliminares indicaram a presença de heterocedasticidade (teste Breusch-Pagan) e autocorrelação (teste de Wooldridge). Para superar esses problemas, foram utilizadas regressões com erros padrões robustos. Calculou-se também o fator de inflação da variância (VIF) das variáveis preditoras dos modelos, confirmando a ausência de multicolinearidade.

Tabela 2

Variáveis Independentes e de Controle

Variável	Nome	Definição operacional	Sinal Esperado
Variáveis de Características da Empresa			
Q_{t-1}	Q_{t-1} (Q de Tobin)	O valor de mercado das ações ordinárias mais o valor contábil da dívida total dividido pelo valor contábil dos ativos totais. Fonte Operacional: Economatica®.	(+)
LNVD	$Vendas_{t-1}$	Logaritmo natural da soma das vendas no ano anterior. Fonte Operacional: Economatica®.	(+)
RFC	Risco de fluxo de caixa	O desvio padrão de primeiras diferenças no ROA para os 8 anos anteriores. Fonte Operacional: Economatica®.	(-)
ROA	ROA_{t-1}	Os lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA), dividido pelo total de ativos da empresa. Fonte Operacional: Economatica®.	(+)
RA	Retorno das ações $t-1, t-3$	O retorno das ações nos últimos três anos, igual à razão entre o preço no final do ano t-1 e o final do ano t-4, ajustado para dividendos e <i>splits</i> , menos 1. Fonte Operacional: Economatica®.	(+)
D&A	$Dívida_{t-1} / ativos_{t-1}$	A relação entre a dívida total e os ativos totais no ano t-1. Fonte Operacional: Economatica®.	(-)
I&A	$Investimentos_{t-1} / ativos_{t-1}$	A proporção de despesas de capital nos ativos totais. Fonte Operacional: Economatica®.	(-)
C&A	$CAPEX_{t-1} / ativos_{t-1}$	A proporção CAPEX (<i>Capital Expenditure</i> , ou investimento em bens de capital) dividido pelos ativos totais. Fonte Operacional: Economatica®.	(-)
NE	Número de Executivos	Quantidade de executivos pertencentes à diretoria estatutária. Fonte Operacional: B3, item 13.2 dos formulários de referência, disponibilizados conforme Instrução Normativa 480/2009 da CVM.	(+)
NC	Número de conselheiros	Quantidade de conselheiros pertencentes ao conselho de administração. Fonte Operacional: B3, item 13.2 dos formulários de referência, disponibilizados conforme Instrução Normativa 480/2009 da CVM.	(+)
CEOD	Dualidade do CEO	Dualidade do CEO é uma <i>dummy</i> em que assume valor 1 (um) quando o CEO acumula também o cargo de presidente do conselho de administração e 0 (zero) quando não há acúmulo de tais cargos. Fonte Operacional: B3, item 13.2 dos formulários de referência, disponibilizados conforme Instrução Normativa 480/2009 da CVM.	(+)

Fonte: Adaptado de Brick *et al.* (2006)

Sequencialmente, os modelos foram estimados para cada variável dependente, conforme os modelos básicos apresentados nas Equações 1 e 2. A primeira refere-se ao modelo *pooled* e a segunda o modelo de efeitos fixos.

$$RTE_{it} = \beta_1 + \beta_2 RTC_{it} + \beta_3 Q_{t-1} + \beta_4 LNVDS_{it-1} + \beta_5 RFC_{it} + \beta_6 ROA_{it-1} + \beta_7 RA_{it-3 \text{ a } t-1} + \beta_8 D\&A_{it-1} + \beta_9 I\&A_{it-1} + \beta_{10} C\&A_{it-1} + \beta_{11} NE_{it} + \beta_{12} NC_{it} + \beta_{13} CEOD_{it} + U_{it} \quad (1)$$

$$RTC_{it} = \beta_1 + \beta_2 Q_{t-1} + \beta_3 LNVDS_{it-1} + \beta_4 RFC_{it} + \beta_5 ROA_{it-1} + \beta_6 RA_{it-3 \text{ a } t-1} + \beta_7 D\&A_{it-1} + \beta_8 I\&A_{it-1} + \beta_9 C\&A_{it-1} + \beta_{10} NE_{it} + \beta_{11} NC_{it} + \beta_{12} CEOD_{it} + U_{it} \quad (2)$$

em que:

RTE_{it} = Remuneração total dos executivos da empresa i no tempo t,
 RTC_{it} = Remuneração total dos conselheiros da empresa i no tempo t,
 QT_{t-1} = Q de Tobin da empresa i no tempo t-1,
 LNVDS_{it-1} = Logaritmo Natural das vendas da empresa i no tempo t-1,
 RFC_{it} = Risco do fluxo de caixa da empresa da empresa i no tempo t,
 ROA_{it-1} = Retorno sobre os ativos da empresa i no tempo t-1,
 RA_{it-3 a t-1} = Retorno médio das ações da empresa i no tempo t-3 a t-1,
 D&A_{it-1} = Dívida sobre os ativos da empresa i no tempo t-1,
 I&A_{it-1} = Investimento sobre os ativos da empresa i no tempo t-1,
 C&A_{it-1} = CAPEX sobre os ativos da empresa i no tempo t-1,
 NE_{it} = Número de executivos da empresa i no tempo t,
 NC_{it} = Número de conselheiros da empresa i no tempo t.
 CEOD_{it} = Dualidade do CEO na empresa i no período t;
 u_{ij} = erro da regressão

4 RESULTADOS

As estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo estão expostas na Tabela 3. Ao se observar essa Tabela, nota-se que a menor remuneração fornecida aos executivos foi de 4,6 milhões, paga pela empresa Valid S.A. Em contrapartida, a maior remuneração de executivos concedida foi de 60,9 milhões, paga pela empresa Br Malls Participações S.A.

Sequencialmente, observa-se que a remuneração mínima do conselho administrativo equivale a 30 mil, pago pela Cia Habitasul de Participações. Já a maior remuneração do conselho administrativo corresponde a 13,7 milhões e refere-se à empresa Klabin S.A.

Tabela 3

Estatística Descritiva da Amostra

Variável	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
RTE	374	R\$ 10.172	R\$ 10.028	R\$ 4.627	R\$ 60.900
RTC	359	R\$ 1.748	R\$ 2.287	R\$ 30	R\$ 13.700
Qt-1	362	2,147	5,533	-0,0767	36,23
LNVDS _{t-1}	364	14,26	1,39	11,14	17,93
RFC	357	-2,879	0,811	-6,478	0,347
ROA _{t-1}	358	0,105	0,066	-0,051	0,311
RA	307	1,182	0,426	0,205	2,632
D&A _{t-1}	364	0,55	0,214	0,11	1,116
I&A _{t-1}	364	0,243	0,194	0,001	0,74
C&A	364	49,92	57,49	-199,7	254,3
NE	374	5,805	3,239	2,0	31,83
NC	374	7,06	2,762	2,0	22

Ressalte-se que, conforme o item 13.2 do formulário de referência, o número de executivos da amostra pode não ser apresentado por números inteiros, devido à rotatividade de executivos no período. Por isso, caso algum executivo deixe a empresa ao longo do ano e não seja repostado o número é informado proporcionalmente ao período em que esteve na empresa.

A Tabela 4 apresenta a correlação de Pearson, que permite avaliar a existência de associação linear entre as variáveis. Verifica-se que não há forte correlação entre nenhuma das variáveis do modelo, pois todos os valores encontram-se distantes de 0,5 (meio). Isso explica a ausência de multicolinearidade apontada na estimação do modelo.

Demonstra-se também que as maiores correlações encontradas entre a variável dependente remuneração total dos executivos (RTE) e as variáveis independentes foram: RTC (0.464), NE (0.420), LNVDS_{t-1} (0.383), NC (0.222) e RFC (-0.300). Com relação à variável remuneração total do conselho, ela está mais correlacionada às variáveis LNVDS_{it-1} (0.411), NC (0.243), e ROA_{it-1} (0.203). Além da associação entre tais variáveis, destaca-se a associação entre a variável LNVDS_{t-1} e as variáveis NC (0.358) e RFC (-0.311); entre o ROA_{it-1} e o RA (0.416) e, por fim, entre o RA e D&A_{t-1} (-0.305). Os resultados estão alinhados com estudos anteriores, que também verificaram baixa correlação entre tais variáveis, tais como Beuren, Moura e Theiss (2016), Brick *et al.* (2006), Cebon e Hermalin (2014), Cunha, Vogot e Degenhart (2016).

Nota-se que existe correlação moderada e positiva (0.464) entre a remuneração total do conselho de administração e a remuneração total dos executivos, corroborando os achados de Brick *et al.* (2006), que também encontraram correlação positiva (0.514) entre a remuneração total dos executivos e a remuneração total do conselho administrativo.

Tabela 4

Coefficiente de Correlação de Pearson

	RTE	RTC	Q _{t-1}	LNVDS _{t-1}	RFC	ROA _{t-1}	RA	D&A _{t-1}	I&A _{t-1}	C&A	NE	NC	CEOD _{it}
RTE	1												
RTC	0.464	1											
Q _{t-1}	-0.093	0.010	1										
LNVDS _{t-1}	0.383	0.411	-0.169	1									
RFC	-0.300	-0.019	0.165	-0.311	1								
ROA _{t-1}	0.234	0.203	-0.129	0.031	-0.066	1							
RA	0.069	0.001	-0.178	-0.127	-0.065	0.416	1						
D&A _{t-1}	0.015	0.004	0.149	0.171	-0.000	-0.105	-0.305	1					
I&A _{t-1}	-0.105	0.103	0.001	0.048	0.184	-0.044	-0.107	0.037	1				
C&A	0.162	0.177	-0.052	0.212	-0.220	0.138	0.117	0.133	0.062	1			
NE	0.420	0.148	-0.108	0.290	-0.129	0.212	0.122	0.003	-0.217	0.106	1		
NC	0.222	0.243	0.016	0.358	-0.186	0.050	-0.097	0.110	-0.006	0.137	0.189	1	
CEOD _{it}	-0.037	0.118	-0.057	0.185	0.065	0.137	0.120	-0.063	0.097	0.075	0.078	-0.036	1

Nota: Esta tabela fornece a matriz de correlação entre as variáveis de remuneração para as 86 empresas da amostra. RTE é a remuneração total dos executivos. RTC é a remuneração total dos conselheiros, Q_{t-1} corresponde ao Q de Tobin, LNVDS_{t-1} é o logaritmo natural das vendas, RFC é o risco do fluxo de caixa, ROA_{t-1} corresponde ao retorno sobre os ativos, RA é o retorno das ações, D&A_{t-1} refere-se à dívida sobre os ativos totais, I&A_{t-1} é o investimento sobre os ativos, C&A corresponde CAPEX sobre os ativos. A variável NE é o número total de membros da diretoria estatutária, a variável NC corresponde ao total de membros do conselho de administração e a variável CEOD_{it} é a dualidade do CEO.

Neste sentido, Cebon e Hermalin (2014) investigaram se quando o conselho de administração determina limites de remuneração aos executivos o desempenho da empresa tende a ser maior e também se beneficia os acionistas das empresas. Os resultados indicaram que quando o conselho influencia na remuneração atribuindo um limite, tende-se a gerar eficiência tanto no desempenho do executivo quanto no desempenho da empresa.

Para reforçar a análise, avaliou-se a significância estatística destas correlações através dos modelos de regressão, apresentados na Tabela 5. Os dois primeiros modelos foram utilizados para o teste da primeira e da terceira hipóteses desta pesquisa, e os dois últimos para o teste da segunda hipótese. A estatística do teste F apresentou p-valor inferior a 5%, e isso indica que pelo menos uma das variáveis independentes do modelo é significativa. A normalidade dos dados foi testada com auxílio dos testes Jarque-Bera e de Shapiro-Wilk e os dados foram normalizados quando necessário.

Tabela 5

Relação entre a Remuneração do Conselho com a Remuneração dos Executivos e destas com o Desempenho Econômico-Financeiro das Empresas Brasileiras

Variáveis	Regressões Remuneração de Executivos (Regressões)		Regressões Remuneração do Conselho (Regressões)	
	1 Agrupada	2 Efeito Fixo	3 Agrupada	4 Efeito Fixo
	RTE			
RTC	(7.300)*	(6.150)*		
	0.325	0.211		
Q _{t-1}	(-0.100)	(-0.440)	(0.610)	(0.0400)
	-0.000	-0.003	0.0071	0.000464
LNVDSt-1	(0.200)	(1.440)	(4.790)*	(3.590)*
	0.009	0.105	0.299	0.351
RFC	(-3.610)*	(-2.130)**	(1.690)***	(0.510)
	-0.250	-0.148	0.156	0.057
ROA _{t-1}	(2.970)	(0.620)	(1.550)	(-0.770)
	1.940	0.450	1.805	-0.953
RA	(0.256)	(0.170)	(0.010)	(0.230)
	-0.119	-0.014	-0.001	-0.034
D&A _{t-1}	(0.770)	(-0.290)	(-1.020)	(0.0400)
	0.190	-0.0964	-0.338	0.019
I&A _{t-1}	(-0.330)	(0.080)	(0.090)	(-1.120)
	-0.0881	0.027	0.031	-0.569
C&A	(-0.980)	(-1.100)	(0.690)	(1.180)
	-0.000	-0.000	0.000	0.001
NE	(5.670)*	(5.290)*	(-0.310)	(-0.530)
	0.088	0.110	-0.006	-0.016
NC	(0.760)	(-0.200)	(2.040)**	(2.650)*
	0.014	-0.004	0.050	0.0918
CEOD _{it}	(-3.630)*	(-1.890)**	(1.490)	(2.210)**
	-0.694	-0.245	0.381	0.509
Cons	(12.07)*	(10.59)*	(11.040)*	(6.610)*
	9.379	10.300	9.612	8.515
Número de Observações	292	292	292	292
R ²	0.382	0.412	0.152	0.185

Nota: Esta tabela evidencia os coeficientes estimados a partir das regressões sobre a remuneração dos conselheiros e da remuneração dos executivos. Os valores entre parênteses são a estatística *z e t* das variáveis. Os caracteres *, ** e *** indicam significância ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Os resultados das regressões 1 e 2, apresentados na Tabela 5, suportam as H1 e H3 deste estudo, pois a remuneração dos executivos se relaciona positiva e significativamente com a remuneração dos conselheiros, confirmando H1; e o risco dos fluxos de caixa influencia negativamente a remuneração dos executivos, confirmando H3. Já as regressões 3 e 4 suportam a H2, pois o retorno da ação e o retorno sobre os ativos não apresentaram efeito sobre a remuneração dos agentes estudados.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A partir dos resultados das regressões é possível traçar o gráfico da Figura 1. Percebe-se que há uma diferença significativa no valor da remuneração dos executivos, representada pela linha contínua, em relação à dos conselheiros, representada pela linha pontilhada. Vale destacar que o perfil da remuneração dos conselheiros difere da remuneração dos executivos, pois parte da remuneração daqueles depende das funções assumidas, a exemplo da presidência de comitês, presidência conselho, e do comparecimento às reuniões (Farrell, Friesen, & Hersch, 2008). Além disso, um conselheiro pode participar de conselhos de várias empresas, efeito não contemplado nesta análise.

Por outro lado, a remuneração desses agentes está fortemente correlacionada, existe uma nítida semelhança na tendência de alta na remuneração de executivos e conselheiros. Esse resultado indica que no mercado brasileiro há indícios de reciprocidade entre os aumentos concedidos aos executivos e aos conselheiros. Ou seja, os conselheiros podem estar se sentindo confortáveis para aumentar os próprios salários ao concederem aumentos aos executivos (Boieve *et al.*, 2015).

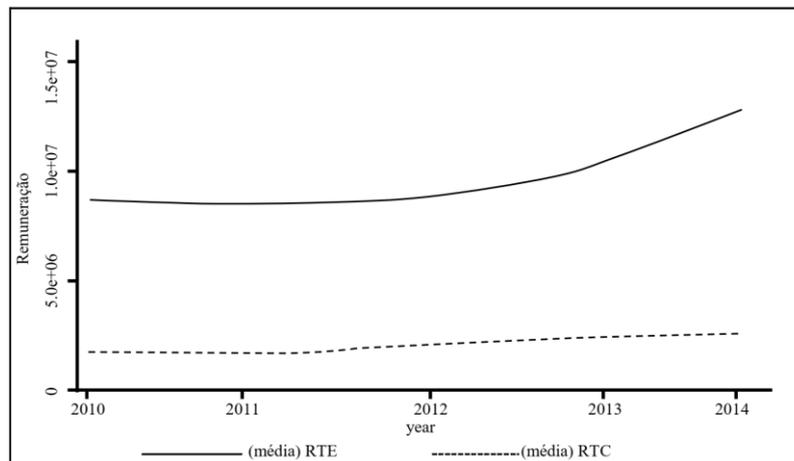


Figura 1. Relação entre a Remuneração dos Executivos e do Conselho

Alternativamente, pode-se evidenciar que o período de análise coincide com uma fase de crescimento econômico no Brasil (Paula & Pires, 2017), o que resulta no crescimento do tamanho e complexidade das empresas e, conseqüentemente, maior demanda por executivos e conselheiros mais qualificados (Brick *et al.*, 2006; Boieve *et al.*, 2015; Linck, Netter, & Yang, 2009).

Em relação à segunda hipótese verifica-se que nenhum dos coeficientes das variáveis representativas do desempenho da empresa, ou seja, ROA e RA, foram significativos em nenhum dos modelos estimados. Todavia, os sinais dos coeficientes da variável RA foram negativos em todos os modelos, o que pode estar relacionado à baixa utilização e à imaturidade do mercado de ações brasileiro. Esse resultado sustenta a segunda hipótese desta pesquisa, pois indica que o efeito do desempenho da empresa sobre a remuneração dos executivos e dos conselheiros é nulo ou negativo. Esse achado pode ser mais bem observado na Figura 2.

A linha contínua no gráfico à esquerda da Figura 2 indica a remuneração dos executivos, no gráfico à direita essa linha indica a remuneração do conselho e a linha pontilhada representa o ROA nos dois gráficos. Nos dois casos, a remuneração apresenta tendência de alta, enquanto

o desempenho (ROA) permanece constante. Destaca-se que a relação demonstrada nas Figuras 1 e 2 para a variável ROA é semelhante àquela identificada quando a variável é o RA.

Brick *et al.* (2006) encontraram resultados semelhantes, entretanto, no modelo analisado por eles o coeficiente da variável retorno das ações apresentou-se significativo e negativo, já neste trabalho o coeficiente foi negativo, mas não houve significância.

Uma possível explicação para este fato pode estar no volume de remuneração baseada em ações utilizada nos Estados Unidos, aproximadamente 85% em 2005 (Frydman & Jenter, 2010), contra 10% no Brasil em 2016 (Rissatti, Souza, & Borba, 2019). Assim, infere-se que enquanto no mercado estadunidense os pacotes de remuneração são elaborados para incentivar o retorno a longo prazo, por meio do crescimento do valor da ação, no mercado brasileiro tal incentivo ainda é pouco utilizado.

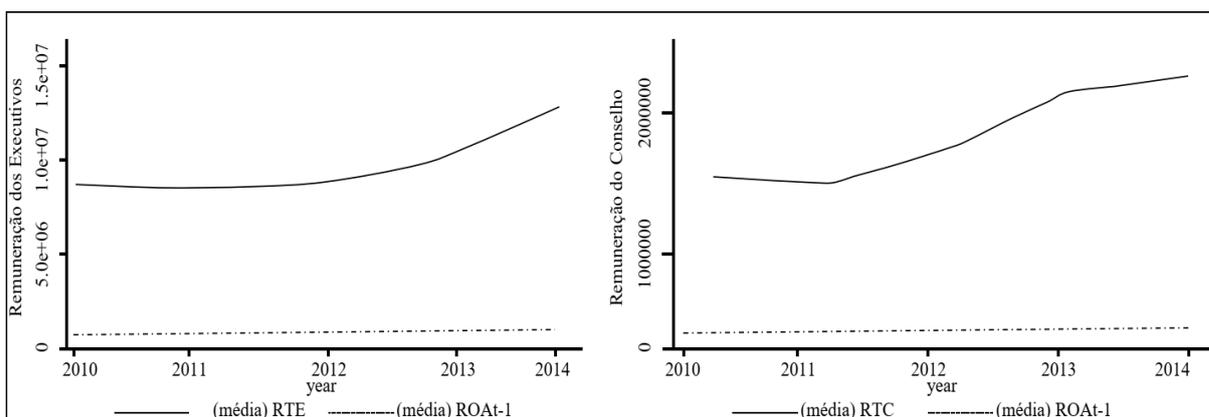


Figura 2. Relação entre a Remuneração dos Executivos e do Conselho e o Desempenho da Empresa

O fato de não ter significância estatística entre a remuneração dos executivos e o retorno sobre os ativos e ações pode também estar relacionado à maior assimetria informacional entre agente e principal das empresas brasileiras. Segundo Aggarwal e Samwick (2003) e Devers *et al.* (2007) o aumento da assimetria de informações reduz a sensibilidade da remuneração ao desempenho da empresa.

Em relação à terceira hipótese, os resultados das regressões demonstram que há uma relação negativa e significativa com o risco do fluxo de caixa para os dois modelos que tratam da remuneração dos executivos, ou seja, quanto maior o risco de fluxo de caixa, menor a remuneração do executivo das empresas brasileiras. A intuição econômica deste resultado é de que os executivos são incentivados a mitigar o risco da empresa. Tais resultados corroboram os achados de Brick *et al.* (2006). Em contrapartida, para o conselho de administração, quanto maior o risco da empresa, maior a remuneração, como demonstrado na regressão agrupada para os membros do conselho. Este resultado demonstra que os conselheiros, ao determinarem a remuneração dos executivos, provavelmente estabelecem critérios para mitigar o risco da empresa, mas não utilizam essas medidas para definir seus próprios salários.

Quanto às variáveis de controle, nota-se significância positiva entre a remuneração dos executivos e o número de executivos da amostra. Para este resultado, a literatura explica que quanto maior a empresa, mais elevada é a complexidade das operações, e isso, portanto, demanda maior quantidade de executivos para administrá-la e uma remuneração total mais elevada (Brick *et al.*, 2006; Frydman & Jenter, 2010). Esta mesma explicação aplica-se à relação positiva e significativa encontrada entre a remuneração do conselho de administração e o número de conselheiros, ou seja, quanto maior a empresa, maior o tamanho dos conselhos de

administração e maior o volume de remuneração destes conselheiros (Brick *et al.*, 2006; Frydman & Jenter, 2010).

Observa-se, ainda, a partir da análise de regressões, que a remuneração do conselho se relaciona positiva e significativamente, nos dois modelos, com a variável vendas; e, na regressão agrupada, com o risco dos fluxos de caixa. Estes resultados indicam que a remuneração do conselho tende a ser atribuída para monitorar os riscos relacionados aos retornos sobre os ativos e o volume de vendas, não necessariamente relacionando-se com o desempenho financeiro da empresa, medido pelo retorno da ação. Indo ao encontro dos resultados encontrados por Brick *et al.* (2006).

A variável dualidade do CEO, impacta positiva e significativamente a remuneração dos conselheiros no modelo de efeitos fixos, e embora não apresente significância estatística o sinal apresentado no modelo de regressão agrupada também é positivo. Em tais circunstâncias o CEO tem maior controle sobre o conselho de administração e pode influenciar, inclusive, na escolha de novos membros do conselho (Brick *et al.*, 2006). Tal situação denota maior assimetria informacional e tende a gerar maiores problemas de agência, em sua acepção clássica principal-agente. Nessa circunstância os executivos podem usar a função também para aumentar seu próprio salário. Observa-se, porém, que não é esse o caso evidenciado na análise de regressão, pois a dualidade do CEO afeta negativa e significativamente a remuneração dos executivos tanto no modelo de efeitos fixos quanto no modelo de regressão agrupada.

Tal resultado diverge de resultados anteriores encontrados na literatura, que apontam para um aumento da remuneração quando o gestor também ocupa o cargo de presidente do conselho de administração (Ghosh, 2006; Petra & Dorata, 2008). Uma possível explicação para tal divergência é encontrada no estudo de Beuren *et al.*, (2014), no qual, embora os resultados não tenham significância estatística, o coeficiente de variação é negativo para remuneração variável e positivo para remuneração fixa, indicando que o CEO, quando atua como presidente do conselho, atua para diminuir a remuneração variável e aumentar a remuneração fixa.

De uma forma geral, esses resultados indicam que há favorecimento do conselho administrativo aos executivos, uma forma de “*coleguismo*” entre esses agentes. Os resultados indicam ainda que esse favorecimento independe da atuação do gestor, demonstrando claramente uma falha de mecanismos de governança no mercado brasileiro para conter esse conflito de agência. Esse tipo de evidência empírica é ainda mais alarmante em um país de economia emergente como o Brasil, que diferente do que acontece em economias desenvolvidas, a relação de agência é, na maioria das vezes, entre gestores e acionistas minoritários, dada a forte concentração de propriedade.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo verificar a relação entre a remuneração do conselho administrativo e remuneração dos executivos com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 S.A. no período de 2010 a 2014. Para atingir os objetivos propostos foram utilizados modelos de análise de dados em painel, o *pooled independent cross-sections* e o de efeitos fixos (OLS).

Os resultados indicam uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos executivos e a remuneração do conselho administrativo, e isso suporta a primeira hipótese deste estudo. Outra evidência do estudo é que os pacotes de remuneração dos executivos brasileiros incentivam a redução na assunção de riscos. Esse entendimento é reforçado pelo fato de que a remuneração do conselho de administração cresce em função da redução dos riscos dos fluxos

de caixa. Ao se considerar o histórico de instabilidade financeira do Brasil, que eleva o risco do negócio, esse resultado evidencia que as empresas buscam incentivar os executivos a mitigar esses riscos, buscando reduzir o nível de incertezas sobre o negócio.

Percebeu-se que as remunerações dos executivos e do conselho de administração são impactadas por diversas variáveis testadas no estudo, porém, não é possível afirmar que elas sejam impactadas pelo desempenho econômico-financeiro do negócio. Possivelmente isso esteja relacionado à existência de maior assimetria informacional, ou seja, os objetivos dos proprietários da organização podem estar desalinhados com os objetivos dos agentes estudados, fornecendo, assim, suporte à Teoria da Agência.

As limitações deste estudo concentram-se na não utilização de outras variáveis que possam afetar a remuneração dos executivos e conselheiros a exemplo da concentração de propriedade e características pessoais dos executivos, tais como idade e formação. Além disso, outras eventuais variáveis que ajudem a explicar a remuneração dos executivos poderiam ser incluídas para melhorar a confiança dos resultados.

Sugere-se para pesquisas futuras a ampliação da amostra para outros períodos, a utilização de outros indicadores de desempenho e estudos mais detalhados sobre o comportamento da dualidade do CEO.

REFERÊNCIAS

- Aggarwal, R. K., & Samwick, A. A. (2003). Performance incentives within firms: The effect of managerial responsibility. *The Journal of Finance*, 58(4), 1613-1650. DOI:<https://doi.org/10.1111/1540-6261.00579>
- Araujo, J. O., Parisi, C., Silva, A. F., & Nakamura, W. T. (2017). Remuneração de Executivos e Desempenho das Companhias Abertas Brasileiras-Uma Visão Empírica após a Publicação da Instrução Normativa CVM 480. *MOMENTUM*, 1(11), 37-70.
- Armstrong, C. S., Core, J. E., & Guay, W. R. (2014). Do independent directors cause improvements in firm transparency?. *Journal of Financial Economics*, 113(3), 383-403. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.009>
- Armstrong, C. S., Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (2012). Corporate governance, compensation consultants, and CEO pay levels. *Review of Accounting Studies*, 17(2), 322-351. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11142-012-9182-y>
- Baker, G. P., Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1988). Compensation and incentives: Practice vs. theory. *The journal of Finance*, 43(3), 593-616. DOI:<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04593.x>
- Banker, R. D., Darrough, M. N., Huang, R., & Plehn-Dujowich, J. M. (2012). The relation between CEO compensation and past performance. *The Accounting Review*, 88(1), 1-30. DOI: <https://doi.org/10.2308/accr-50274>.
- Barnea, A., & Guedj, I. (2006). 'But, Mom, All the Other Kids Have One!'-CEO Compensation and Director Networks. DOI:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.908673>
- Beuren, I. M., da Silva, M. Z., & Mazzioni, S. (2014). Remuneração dos executivos versus desempenho das empresas. *Revista de Administração FACES Journal*, 13(2). DOI:<http://dx.doi.org/10.21714/1984-6975FACES2014V13N2ART1556>
- Beuren, I. M., de Moura, G. D., & Theiss, V. (2016). Remuneração dos executivos em empresas que realizaram combinação de negócios. *Revista de Administração*, 14(2), 1-30. DOI: 10.15600/1679-5350/rau.v14n2p1-30
- Boivie, S., Bednar, M. K., & Barker, S. B. (2015). Social comparison and reciprocity in director compensation. *Journal of Management*, 41(6), 1578-1603. DOI:<https://doi.org/10.1177/0149206312460680>

- Brick, I. E., Palmon, O., & Wald, J. K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism?. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423. DOI:<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.08.005>
- Buck, T., Liu, X., & Skovoroda, R. (2008). Top executive pay and firm performance in China. *Journal of International Business Studies*, 39(5), 833-850. DOI:<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400386>
- Cebon, P., & Hermalin, B. E. (2015). When less is more: The benefits of limits on executive pay. *Review of Financial Studies*, 28(6), 1667-1700. DOI:<https://doi.org/10.1093/rfs/hhu140>
- Chhaochharia, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO compensation and board structure. *The Journal of Finance*, 64(1), 231-261. DOI:<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01433.x>
- Canyon, M. J., & He, L. (2011). Executive compensation and corporate governance in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(4), 1158-1175. DOI:<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.04.006>.
- Canyon, M. J., & He, L. (2016). Executive compensation and corporate fraud in China. *Journal of Business Ethics*, 134(4), 669-691. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2390-6>.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of financial economics*, 51(3), 371-406. DOI:[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- Croci, E., Gonenc, H., & Ozkan, N. (2012). CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. *Journal of Banking & Finance*, 36(12), 3318-3335. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.07.017>.
- Cunha, P. R., Vogt, M., & Degenhart, L. (2016). Governança corporativa e remuneração dos diretores executivos das empresas Brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2). Doi: 10.4025/enfoque.v35i2.30924
- Davis, S. A., Bode, J. D., & Ketchen, D. J. (2013). Dollars and sense: The implications of CEO compensation for organizational performance. *Business Horizons*, 56(5), 537-542. DOI:<https://doi.org/10.1016/j.bushor.2013.05.008>
- Deutsch, Y., Keil, T., & Laamanen, T. (2011). A dual agency view of board compensation: The joint effects of outside director and CEO stock options on firm risk. *Strategic Management Journal*, 32(2), 212-227. DOI:<https://doi.org/10.1002/smj.876>
- Devers, C. E., Cannella Jr, A. A., Reilly, G. P., & Yoder, M. E. (2007). Executive compensation: A multidisciplinary review of recent developments. *Journal of management*, 33(6), 1016-1072. DOI:<https://doi.org/10.1177/0149206307308588>
- Edmans, A., Gabaix, X., & Jenter, D. (2017). Executive compensation: A survey of theory and evidence. In *The Handbook of the Economics of Corporate Governance* (Vol. 1, pp. 383-539). North-Holland.
- Essen, M. V., Otten, J., & Carberry, E. J. (2015). Assessing managerial power theory: A meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*, 41(1), 164-202. DOI: <https://doi.org/10.1177/0149206311429378>.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307. DOI:<https://doi.org/10.1086/260866>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325. DOI:<https://doi.org/10.1086/467037>
- Farrell, A. M., Kadous, K., & Towry, K. L. (2008). Contracting on Contemporaneous versus Forward-Looking Measures: An Experimental Investigation. *Contemporary Accounting Research*, 25(3), 773-802. DOI:<https://doi.org/10.1506/car.25.3.5>
- Farrell, K. A., Friesen, G. C., & Hersch, P. L. (2008). How do firms adjust director compensation?. *Journal of Corporate Finance*, 14(2), 153-162.

- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões.
- Fedaseyeu, V., Linck, J. S., & Wagner, H. F. (2018). Do qualifications matter? New evidence on board functions and director compensation. *Journal of Corporate Finance*, 48, 816-839.
- Fernandes, N., Ferreira, M. A., Matos, P., & Murphy, K. J. (2012). Are US CEOs paid more? New international evidence. *Review of Financial Studies*, hhs122. DOI:<https://doi.org/10.1093/rfs/hhs122>
- Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 2(1), 75-102. DOI:<https://doi.org/10.1146/annurev-financial-120209-133958>
- Ghosh, A. (2006). Determination of Executive Compensation in an Emerging Economy. Evidence from India. *Emerging Markets Finance and Trade*, 42(3), 66-90. DOI:<https://doi.org/10.2753/REE1540-496X420304>
- Gonzaga, R. P., Yoshinaga, C. E., & Junior, W. E. (2014). Relação entre os sistemas de incentivos oferecidos aos gestores e desempenho das empresas brasileiras. *Contabilidade Vista & Revista*, 24(3), 103-118.
- Gormley, T. A., Matsa, D. A., & Milbourn, T. (2013). CEO compensation and corporate risk: Evidence from a natural experiment. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 79-101. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.08.001>
- Hölmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell journal of economics*, 74-91. DOI:10.2307/3003320
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880. DOI:<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360. DOI:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Lin, D., & Lin, L. (2014). The interplay between director compensation and CEO compensation.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2009). The effects and unintended consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the supply and demand for directors. *Review of Financial Studies*, 22(8), 3287-3328. DOI:<https://doi.org/10.1093/rfs/hhn084>
- Matolcsy, Z., & Wright, A. (2011). CEO compensation structure and firm performance. *Accounting & Finance*, 51(3), 745-763. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00363.x>
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184. DOI:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00809-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00809-F)
- Murphy, K. J. (1999). Executive compensation. *Handbook of labor economics*, 3, 2485-2563. DOI: [https://doi.org/10.1016/S1573-4463\(99\)30024-9](https://doi.org/10.1016/S1573-4463(99)30024-9)
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2), 147-175. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Ozdemir, O., & Upneja, A. (2012). Board structure and CEO compensation: Evidence from US lodging industry. *International Journal of Hospitality Management*, 31(3), 856-863. DOI:<https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2011.10.004>
- Ozkan, N. (2011). CEO compensation and firm performance: An empirical investigation of UK panel data. *European Financial Management*, 17(2), 260-285. DOI:<https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00511.x>
- Paula, L. F. D., & Pires, M. (2017). Crise e perspectivas para a economia brasileira. *Estudos Avançados*, 31(89), 125-144.

- Petra, S. T., & Dorata, N. T. (2008). Corporate governance and chief executive officer compensation. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 8(2), 141-152. DOI:https://doi.org/10.1108/14720700810863779
- Rissatti, J. C., de Souza, J. A. S., & Borba, J. A. (2019). O que Informam os Formulários de Referência sobre as Características e Remuneração de Executivos?. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 14(1), 54-75.
- Sanders, W. G., & Hambrick, D. C. (2007). Swinging for the fences: The effects of CEO stock options on company risk taking and performance. *Academy of Management Journal*, 50(5), 1055-1078. DOI: https://doi.org/10.5465/amj.2007.27156438
- Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of financial Economics*, 32(3), 263-292. DOI: https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W
- Smith, C. W., & Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of financial and quantitative analysis*, 20(4), 391-405. DOI:10.2307/2330757
- Souza, P. V. S., Duque, A. P. O., & da Silva Junior, D. S. (2016). Estrutura do Plano de Remuneração de Executivos das Companhias Abertas do Brasil. *Contextus—Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 14(1), 135-162.
- Yermack, D. (2004). Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *The Journal of Finance*, 59(5), 2281-2308. DOI:https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00699.x

Much Sweat, Much Pay - Less Sweat, Less Pay? Evidence of "Cronyism" in the Determination of the Remuneration of Brazilian Executives

ABSTRACT

Objective: This study verifies the relationship between the remuneration of the board of directors and the remuneration of executives, as well as the relationship between these remunerations, and the economic and financial performance of Brazilian publicly-held companies.

Method: The work promotes the analysis by estimating two regression models with panel data, pooled independent cross-sections and fixed effects.

Originality/Relevance: Scientific studies on remuneration in Brazil have focused on the relationship of remuneration with the economic-financial performance of companies and/or with the characteristics of corporate governance. However, there is still room to investigate possible mechanisms of reciprocity between salary increase of statutory directors and the remuneration increase among members of the boards of directors.

Results: The results indicate that the remuneration of the board of directors is positively related to the remuneration of executives; that these remunerations do not present a significant relation with the economic-financial performance of the companies; and that cash flow risk is negatively related to executive compensation.

Theoretical/Methodological Contributions: The study provides evidence of a synchronism between remuneration of executives and directors, a fact that may explain why the remuneration of these agents is not related to the economic-financial performance of the companies. Also, it shows that executive compensation packages contribute to reducing the risk of the cash flows to which companies are exposed.

Keywords: Performance of the Company; Executive Compensation; Board of Directors.

Cleber Roberto de Sena Veloso 
Universidade Federal de Goiás (UFG), Goiás,
Brasil
E-mail: cleberrsen@gmail.com

Thaís Renata dos Santos 
Universidade Federal de Goiás (UFG), Goiás,
Brasil
E-mail: thaisarenatax10@gmail.com

Daiana Paula Pimenta 
Universidade Federal de Goiás (UFG), Goiás,
Brasil
E-mail: daiana-pimenta@hotmail.com

Moisés Ferreira da Cunha 
Universidade Federal de Goiás (UFG), Goiás,
Brasil
E-mail: moises_cunha@ufg.br

Aletheia Ferreira da Cruz 
Universidade Federal de Goiás (UFG), Goiás,
Brasil
E-mail: aletheiacruz@vahoo.com.br

Received: February 01, 2019

Revised: March 13, 2019

Accepted: May 16, 2019

Published: August 31, 2019

